

# 策略点评

## 创新药价值正在重估

出海进展+政策支持+港股映射，创新药价值正在重估。

- **基本面层面：出海进展+政策支持催化创新药价值重估。**经过多年孵化，中国创新药企产品的国际竞争力正在提升。2025年ASCO年会上中国创新药企共贡献73项口头报告，并首次有11项入选“最新突破摘要”(LBA)。与此同时，中国创新药企出海也正在加速，2025年第一季度，中国创新药license-out(海外授权)交易已有41起，总金额达369.29亿美元，仅3个月就接近2023年全年水平。与此同时，国内政策环境的持续改善为创新药行业提供了双重支撑。一方面，政策层面趋向保护创新药企利润空间，强化质量评估而非“唯低价论”；另一方面，国家药品监督管理局审评审批效率也有较为明显的提升。
- **交易层面，港股映射催化，创新药仍具长期投资价值。**“18A”政策催化下，医疗企业密集赴港上市，这些企业聚焦前沿、代表着未来的医疗产业方向，受到市场广泛关注，同时作为离岸市场，美元贬值、资金回流新兴市场之下，港股也受到资金催化，港股创新药板块表现亮眼，映射逻辑下，A股创新药也受到一定带动。综合来看，创新药受到基本面与交易面多重催化，后续行情仍然可期。
- **风险提示：**1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：高天然

tianran.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

## 策略点评

事件：6月9日，A股医药板块表现优异，医药生物上涨2.30%，特别是CRO指数、创新药指数分别上涨5.17%、3.78%，优于万得全A的0.76%。

### 点评：

**基本面层面：出海进展+政策支持催化创新药价值重估。**经过多年孵化，中国创新药企产品的国际竞争力正在提升。2025年ASCO年会上中国创新药企共贡献73项口头报告，并首次有11项入选“最新突破摘要”（LBA）。与此同时，中国创新药企出海也正在加速，2025年第一季度，中国创新药license-out（海外授权）交易已有41起，总金额达369.29亿美元，仅3个月就接近2023年全年水平。国内政策环境的持续改善为创新药行业提供了双重支撑。一方面，政策层面趋向保护创新药企利润空间，强化质量评估而非“唯低价论”；另一方面，国家药品监督管理局审评审批效率也有较为明显的提升。

**交易层面，港股映射+配置低位，创新药仍具长期投资价值。**“18A”政策催化下，医疗企业密集赴港上市，这些企业聚焦前沿、代表着未来的医疗产业方向，受到市场广泛关注，同时作为离岸市场，美元贬值、资金回流新兴市场之下，港股也受到资金催化，港股创新药板块表现亮眼，映射逻辑下，A股创新药也受到一定带动。综合来看，创新药受到基本面与交易面多重催化，后续行情仍然可期。

在2025年6月4日与6月8日发布的报告《蓄势破局》、《关注出海及AI产业链反弹机会》中，我们持续强调，目前中国创新药企正处在全球影响力提升、出海步伐加速的转折阶段。随着创新药企产品力提升，此前的政策监管影响正逐步趋于缓和，国内审批节奏提速带来利好催化，创新药逻辑不破、行情可期。

经过多年孵化，中国创新药企产品的国际竞争力正在提升。2025年ASCO年会上中国创新药企共贡献73项口头报告，并首次有11项入选“最新突破摘要”（LBA）；其中，中国生物制药更以12项口头报告创下中国企业记录。出海是中国创新药发展的重要方向，海外市场有望为国内创新药企业带来增量市场空间。中国创新药企业出海的常见方式包括：完全自主出海、合作开发和License out。目前License out仍然是中国创新药企业出海的主要途径：License out的主要优势是帮助创新药企业快速获得资金支持和市场渠道，分担研发和市场推广风险。

2025年中国创新药BD交易总体已呈现加速增长态势。据医药魔方NextPharma数据库，2025年第一季度，中国创新药license-out（海外授权）交易已有41起，总金额达369.29亿美元，仅3个月就接近2023年全年水平，并已超过2024年上半年的交易总额。中国创新药出海战略正在进入兑现期。

图表 1. 主要中国创新药企 ASCO 年会重点产品进展 (部分)

公司	药物/技术	关键数据/进展	适应症
百济神州	BG-C9074 (B7-H4 ADC)	靶向B7-H4蛋白的拓扑异构酶抑制剂抗体偶联药物, 在B7-H4阳性晚期实体瘤患者中展现出可控的安全性/耐受性特征	多种实体瘤
	BG-68501 (GDK2i)	细胞周期蛋白依赖性激酶2抑制剂, 早期阶段数据展现出良好的安全性/耐受性特征	乳腺癌
	泽尼达妥单抗 (HER2双抗)	国内首款获批的HER2双抗药物, ASCO展示新适应症数据	HER2阳性肿瘤
信达生物	IBI363 (PD-1/IL-2双抗)	IBI363在首批探索的非小细胞肺癌、结直肠癌、黑色素瘤三项免疫耐药及冷肿瘤中, 报道了令人鼓舞的I/II期临床数据, 从肿瘤响应到长期生存获益, 全面地展现了IBI363在各适应症的突破性临床研究结果	多种实体瘤
	IBI343 (CLDN18.2 ADC)	I期研究显示, IBI343具有可控的安全性和令人鼓舞的疗效性	晚期胰腺导管腺癌
恒瑞医药	瑞康曲妥珠单抗 SHR-A1811 (HER2 ADC)	研究结果表明, SHR-A1811在HER2阳性和HER2低表达的晚期唾液腺癌中显示出有希望的疗效, 并具有可控的安全性	唾液腺癌
	SHR-1826 (c-MET ADC)	恒瑞自主研发的靶向药物, 研究结果表明, SHR-1826在重度经治的实体瘤患者中展现出良好的安全性和耐受性; 在NSCLC患者中表现出富有前景的抗肿瘤活性和持久缓解的潜力	多种实体瘤
康方生物	PD-1/CTLA-4 卡度尼利单抗	卡度尼利联合方案对比化疗可大幅度延长患者的总生存获益 (中位总生存期延长39%) 和降低死亡风险 (全人群死亡风险降低38%), 同时对于肿瘤治疗客观缓解和远期生存的获益非常突出	胃癌
	PD-1/VEGF 双抗依沃西单抗	“头对头试验”中疗效优于全球畅销抗癌药默沙东的帕博利珠单抗	多种实体瘤
中国生物制药	贝莫苏拜单抗+安罗替尼	全球首个在PD-1单抗联合化疗一线治疗sq-NSCLC中取得阳性结果的III期研究, 直接挑战了现有治疗标准	非小细胞肺癌
	TQB2102 (HER2双抗ADC)	全球尚无同类产品上市, 而TQB2102在HER2低表达乳腺癌等领域的早期数据已显示潜力, 有望填补临床空白	HER2阳性乳腺癌

资料来源: 百济神州官网, 每日经济新闻, 网易新闻, 邻医网, 新浪财经, 医药魔方, 医脉同道, 中国网财经, 中银证券

与此同时, 国内政策环境的持续改善为创新药行业提供了双重支撑。一方面, 政策层面趋向保护创新药企利润空间, 强化质量评估而非“唯低价论”。2025年政府工作报告指出, 将优化药品集采政策, 强化质量评估和监管, 不“唯低价论”。2025年1月, 国家医保局召开支持创新药发展企业座谈会, 指出将着力完善“1+3+N”多层次保障体系, 拓宽创新药支付渠道, 优化创新药首发价格管理和挂网采购流程, 提高挂网效率。在去年的第十批全国集采中, 这一趋势已有所体现, 联采办剔除了单位申报价超过50%以上即可拟中选的条件, 以“1.8倍价差”为标准。同时, 联采办还设置了复活机制, 以此保障更多企业中选。另一方面, 国家药品监督管理局审评审批效率也有较为明显的提升, 2025年1至5月, 国家药品监督管理局批准20余款1类创新药上市, 数量刷新近五年同期纪录。5月29日, 国家药品监督管理局单日集中发布11款新药上市批件, 标志着审评审批效率的实质性提升。

A股创新药同样受到港股映射逻辑催化。自2018年港交所推出“18A”等创新上市规则, 允许未盈利或未产生收入的生物科技公司上市, 2025年恒瑞医药等创新药龙头登陆港股, 受到市场广泛关注, 同时作为离岸市场, 美元贬值、资金回流新兴市场之下, 港股也受到资金催化, 港股创新药板块表现亮眼, 映射逻辑下, A股创新药也受到一定带动。综合来看, 创新药受到基本面与交易面多重催化, 后续行情仍然可期。

## 风险提示

1) 政策落地不及预期, 宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371